

望ましい公社債市場の在り方  
に関する報告書

昭和 52 年 10 月 18 日

証券取引審議会基本問題委員会

昭和52年10月18日

証券取引審議会会長 堀 越 禎 三 殿

昭和51年11月19日付をもって調査審議の委任を受けました「安定成長期における公社債・株式市場の在り方について」、別添の「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」の通り、当基本問題委員会の意見を取りまとめましたので、報告します。

当委員会は、昨年11月19日に設置され、同日調査審議の委任を受けて以来、差当り緊急を要するものとして公社債市場の在り方に関する問題を取上げ、15回の会議を開いて調査審議を行ってきました。このうち、第14回基本問題委員会は数日にわたる集中審議を行い、これに引続き数次にわたる起草委員会を開催して、本報告書の起草を行ったものです。この報告書で取扱われている問題の細部につきましては、委員の間になお若干の補足すべき意見も見られますが、分析の主要な結論及び今後採られるべき政策の基本方向につきましては、すべて全委員の一

致に基づくものであることを申し添えます。

なお、株式市場をはじめ残された問題も少なくありませんが、これらにつきましては、改めて審議を行うことが適当であると考えます。

当委員会の調査審議に当っては、別紙の専門委員及び特別専門委員並びに事務局（大蔵省証券局）の御協力に負うところが少なくありません。ここに附記して謝意を表させていただきます。

#### 証券取引審議会基本問題委員会

##### 委員 長

東京大学教授 館 龍一郎

##### 委 員

名古屋大学教授 飯 田 経 夫

東京大学教授 小 宮 隆太郎

東京大学教授 竹 内 昭 夫

慶応義塾大学教授 西 川 俊 作

一橋大学教授 藤 野 正三郎

大阪大学助教授 蠟 山 昌 一

(50音順)

(別 紙)

専門委員

経済団体連合会理財部次長	小 山 敬次郎
日本興業銀行調査部長	三 杯 恒 夫
富士銀行取締役経理部長	中 野 昇
日本銀行営業局証券課長	南 原 晃
野村証券株取締役引受部長	水 口 弘 一
日興証券株取締役	横 尾 義次郎

特別専門委員

新日本製鉄株資金部副部長	愛 智 孝 明
三菱信託銀行取締役業務部長	新 谷 正
日本生命保険相東京有価証券部長	伊 藤 助 成
東京電力株経理部部長	岡 村 眞
三井物産株取締役財務部長	鬼 頭 誠 一
株日立製作所社長室部長	佐々木 茂
東京銀行企画室長	高 垣 佑
株小松製作所財務部副部長	田 中 利 幸

(50音順)

(注) 南原専門委員は、昭和52年6月9日付で、岡田禎専門委員(当時日本銀行営業局証券課長)の後任として委嘱された。また、佐々木特別専門委員が病氣療養のため、昭和52年6月25日以降、熊谷一雄特別専門委員代理(株日立製作所社長室部長代理)が指名された。

(別 添)

望ましい公社債市場の在り方  
に関する報告書

証券取引審議会基本問題委員会

# 目 次

はじめに .....	1
第1章 公社債市場改革の視点 .....	2
1 流通価格及び発行条件の競争的決定 .....	3
2 取引サービスにおける有効な競争とその取引コストへの反映 .....	3
3 ニーズに応じた債券の多様化 .....	4
4 投資家の保護と市場に対する信頼の確保 .....	4
第2章 戦後のわが国公社債市場の特徴と最近の展開 .....	6
第1節 戦後の公社債市場の特徴 .....	6
第2節 公社債市場の最近の展開 .....	8
第3章 今後の望ましい公社債市場の在り方 .....	11
第1節 発行条件の弾力化・競争的決定 .....	11
1 国債の発行条件の弾力化 .....	12
2 事業債起債方式の改革 .....	13
3 引受業務の集中化傾向の阻止と競争の促進 .....	14
4 ニーズに応じた債券の多様化 .....	15
第2節 流通市場の拡大と深化 .....	16
1 個人投資家などの流通市場への参加 .....	19
(1) 上場銘柄の増加と取引所集中制の拡大 .....	19
(2) 店頭市場の情報の公開 .....	19
(3) 公社債投資信託の改善 .....	20
2 国債の流通の促進 .....	20
第3節 投資家保護 — 市場に対する信頼の確保 .....	22
1 投資家のための質的選別 .....	23
2 情報の開示 .....	24
3 無担保社債 .....	25
4 アンダーライター責任と引受審査機能の充実 .....	25

## 図表

第1表	公社債の発行状況	27
第2表	公社債発行残高の推移	28
第3表	日本銀行の国債買オペレーション実施状況	29
第1図	個人金融資産残高及び公社債運用残高の伸び	30
第4表	個人金融資産の総額及び運用状況	31
第2図	国債の個人消化額（証券会社引受額）及び個人消化率の推移	32
第5表	国債の個人消化額（証券会社引受額）の推移	33
第6表	企業の有価証券及び公社債保有状況	34
第7表	主要機関投資家の資産総額及び公社債運用状況	35
第8表	金融機関の預債率の推移	36
第9表	公社債売買高の推移	37
第10表	公社債の種類別売買状況	38
第11表	有価証券の発行・販売における内外交流状況	39
第12表	対内・対外証券投資の推移	40

## はじめに

国債・地方債等の増大、金融資産・負債に対するニーズの多様化、流通市場の拡大、国際化の進展など、最近における公社債市場の展開は目覚ましいものがあるが、公社債市場の制度・慣行は必ずしもこのような客観情勢の変化に合致した動きを示してきたとはいえない。

本報告書は、最近における経済環境とりわけ公社債市場をめぐる環境の変化を踏まえ、国民経済的観点から、今後の望ましい公社債市場の在り方について検討したものである。

国民経済的観点から見て今日最も重要なことは、現在の公社債市場に見られる不必要な制約を取除き、自由で開かれた市場を形成し、そこでの有効な競争を通じて公社債市場の拡大と深化を図ることである、というのが本報告書におけるわれわれの基本的な考え方である。われわれは、この基本方針にのっとり、採られるべきいくつかの措置を提案した。われわれは、これらの措置が実現され、公社債市場の改善が進むことを強く期待するものである。

## 第1章 公社債市場改革の視点

公社債市場は、発行市場と流通市場とから構成される。公社債発行市場は、債券という有価証券が発行され、引受け・募集などを通して投資家によって取得される市場であり、公社債流通市場は、投資家が保有する債券が売買される市場をいう。この2つの市場は、相互に密接な関連を持ちつつ、全体として公社債市場を形成する。

公社債市場で取引される債券にはいろいろの種類があり、発行者、発行目的、償還期間、利払方法、担保・保証の有無などによって区別される。本報告書においては、政府、地方自治体、企業や一部の金融機関が発行する、確定利付で譲渡可能な債券を主として念頭に置いて検討を進めることとしたい。

債券が公社債市場において発行され、売買される過程では、証券会社などの仲介者が提供する各種のサービスが取引の円滑化にとって重要な役割を果たす。発行市場における引受け・募集、受託業務、流通市場におけるブローカー・ディーラー業務などが、これらのサービスの例である。

債券発行者は、これらの取引サービスを利用して債券を発行し、資金を調達する。投資家も、これらの取引サービスを利用して発行市場で新しく発行される債券（新発債）を購入したり、流通市場で既に発行されている債券（既発債）を購入し、売却する。こうした発行者や投資家の行動は、様々なニーズから行われる。そのため、発行者や投資家のニーズに応じた債券の多様化は、発行者の資金調達手段、投資家の資産選択範囲をそれぞれ拡大するという効果をもたらす。

更に、流通市場の発達には、債券の譲渡に伴う手数料を軽減し、債券の流動性を高める。その結果、発行者は、より有利な条件で安定的な資金の調達が可能になるし、投資家には、資金の長期固定化の防止などの便益が提供される。

公社債市場は、このような過程を通じて、資金が社会的に配分される場であり、その過程で投資家に対しては多様な投資対象・貯蓄手段が提供される一方、資金を必要とする政府や企業などに対しては多様な資金調達の手続きが開かれることになるのである。

公社債市場の機能を以上のように理解すれば、それが望ましい機能を有効に果たしうるかどうかは、主として次の4つの条件に依存する。

## 1 流通価格及び発行条件の競争的決定

公社債市場が有効に機能するためには、一般金融情勢に関する情報をはじめ、発行者の財務内容、各種の公社債の市場価格など必要な情報が潜在的参加者をも含めて広く市場参加者に迅速・公平に行きわたり、これをもとに公社債の流通価格や発行条件が相互連関をもって競争的に決定されることが必要である。このような条件を満たす市場では、そのときどきの資金需給の実勢が公社債の流通価格や発行条件に正しく反映されるとともに、発行者によるリスクの差が発行条件に反映され、特に国債などリスクの少ない公社債が市場で相対的に高い評価を受けることになり、国民経済的に見て効率的な資金の配分が実現される。そこではまた、特定の個人や特定のグループが、統制や市場支配力の存在あるいは情報入手の違いによって、特別の利益や特別の損失をこうむったりするという不公平が排除されることになる。

## 2 取引サービスにおける有効な競争とその取引コストへの反映

債券の発行や売買には、各種の手数料をはじめ証券受渡しの時間など有形・無形のコスト（以下では、これらを取引コストと呼ぶ。）がかかる。この取引コストは、市場において取引のための各種のサービスを提供する証券会社など仲介者間の競争状態に依存する。資源の効率的利用という点からいって、各種の取引サービスができるだけ低い価格で提供されることが望ましい。また、負担しなければならない取引コストが市場参加者によって不当に異なったり、そのために潜在的投資家が市場に参加できなかつたりするような状態は望ましくない。カルテル等の競争制限的行為はもちろん、参入障壁などは各種の手数料を

高め、取引コストを増大したり、一部の投資家に不当に高い取引コストの負担を強いることとなりやすい。従って、市場がその機能を有効に発揮するためには、仲介者間に有効な競争が公正に行われ、それを反映して取引サービスの価格が決められることが必要である。

### 3 ニーズに応じた債券の多様化

発行者や投資家は多様なニーズを持ち、しかも、それらは環境の変化に応じて変わっていく。従って、発行者や投資家の現在のニーズに応じて多様な債券が発行されるだけでなく、環境の変化に応じて、不断に新しい工夫が加えられなければならない。ただ次項で述べるように、投資家保護などの観点から、これに対してある種の規制が必要となることはいうまでもない。しかし、どのような名分にせよ、そのために新しい工夫が抑制されることは、厳に慎まれなければならない。

### 4 投資家の保護と市場に対する信頼の確保

債券は確定利付ではあるが、その市場価格は一般金融情勢などによって変動する。そのため、キャピタル・ゲインやキャピタル・ロスが生じる。更に、債券は債務証券であるから、発行者ごとに異なるデフォルト・リスク（元利払不能などの債務不履行の危険）を伴っている。これらの価格変動やデフォルトのリスクは、基本的には投資家の自己責任に属することである。しかし、投資家によっては、必要な情報がえられなかったり入手する情報量が異なったりすることもまた事実である。そのため、一部の投資家、特に比較的小口の資金を運用する個人投資家が情報の不足やその量の違いなどにより、自己責任の範囲を超えて不当な損失をこうむることのないようにする必要がある。

また、情報以外の取引コストという面でも、個人投資家などが合理的な範囲を超えて差別的な取扱いを受けることがないようにしなければならない。

これらの点については、特に、債券のアンダーライターやブローカー・ディーラーとしての証券会社の行動が重要な意味を持っている。

市場が有効に機能しうするためには、このように、小口の個人投資家が不当な損失や特に不利な取扱いを受けることがないようにし、投資家の市場に対する信頼を確保する必要がある。

ある。

以上の4つの条件を満たす公社債市場では、広い範囲に及ぶ参加者によって、それぞれに密接な連関を持つ多様な債券が円滑に取引され、それらの発行条件・流通価格や各種取引サービスの価格などが競争的に決定されることになる。そうした十分な広さと深さを持ち、自由で開かれた市場こそ、望ましい公社債市場といえよう。そこでは、投資家に対しては、多様な投資対象・貯蓄手段が提供され、それらを通して個人や各種基金の資産形成に寄与する一方、国民経済全体としての資金の効率的配分が進められるのである。そのためにも、市場参加者は、独占禁止法との関係を考慮して、常に公正かつ自由な競争関係を維持するよう留意すべきである。

なお、公社債市場は、広い意味での資金市場の一環をなすものである。従って、公社債市場の機能の発揮にとって、現在の公社債市場と代替的な各種の資金市場が発達していることが必要であり、また、公社債市場の発達には公社債市場以外の資金市場の機能を高めるということを十分に考慮すべきである。

## 第2章 戦後のわが国公社債市場の特徴と最近の展開

### 第1節 戦後の公社債市場の特徴

第2次大戦後、経済全般にわたった戦時統制が次第に解除され、株式・公社債市場を含む広義の金融の分野でも徐々に自由化の傾向が見られてきた。しかし、金融の分野は、今日でもなお統制的な制度・慣行が最も強く残っている分野のひとつである、と云ってよいであろう。これは、戦争によって過去に蓄積された物的資本を失ったわが国が、インフレを避けながら急速な復興・成長を実現するためには、限られた資金を人為的に低く維持された金利水準のもとで重点的に配分する必要がある、という考え方に基づいていた。

戦後のインフレとその収束の過程で失われた金融資産の蓄積は、その後、経済の復興と成長に伴って急速に増大したが、個人の金融資産は大部分が流動性・安全性の高い預貯金の形態を採る一方、企業の貯蓄は大部分が企業内の投資に向けられたから、黒字主体である家計の資金が銀行など金融機関の手を通して赤字主体である企業や公共部門に融通されるという間接金融方式が、戦後わが国における金融の支配的方式となってきた。

以上のような戦後のわが国金融の特徴を公社債市場について見れば、特に重要と思われる特徴は次の通りである。

第1は、公社債発行市場には、金融の繁緩により強弱に違いがあり、最近ではその色合いが弱まってはいるものの、信用割当・資金割当的な色彩が強く見られてきたという点である。公社債発行市場は、公式・非公式の規制、当事者間の話合いなどによって、低利の資

金を重点的に配分するという戦後わが国金融方式の一環をなしてきた。新たに発行される公社債の消化の主体は、電力債や割引金融債など一部のものを除き、銀行をはじめとする金融機関であり、起債は、金融機関に集められた資金を政府・公益事業等に対して重点的に配分するという性格を強く持ってきた。そして、発行条件なども、金融機関の諸金利とのバランスを考慮して、発行者、引受証券会社のほか、金融機関等を含む広い範囲の関係者の話し合いによって、人為的に決定されてきた。

特に、わが国においては、戦後も起債調整協議会に始まる起債会などにより、発行される証券の量（発行量、起債時期等）と質（適債基準、格付基準、発行条件、償還期間等）との双方について、例外的な金融緩和期を除き、ほぼ一貫して人為的な調整が行われてきた点に、著しい特徴が見られるのである。

第2は、発行市場と流通市場との有機的関連が断たれ、公社債の発行条件が、政策的な要請から市場における需給実勢と比べ総じて低位に固定化され、その結果、発行利回りが流通利回りを下回り、既発債の売買価格と新発債の発行価格との間に乖離が存在するのが常態であったことである。この傾向は、金融引締期には特に顕著であった。

第3は、国債や事業債などを除き、流通市場における既発債の売買はかなり行われていたが、公社債の消化層には偏りがあり、保有層にも広がりやが乏しかったこと、短期証券市場が未発達であったことなどにより、市場は広さ・深さに欠け、既発債の売買価格が金融機関の短期資金ポジションなどの影響を受けやすかったことである。既に述べたように、新発債の消化が金融機関とりわけ銀行に偏っており、また、金融が緩慢となって企業の手許に余裕資金が生じても、これを運用すべき短期証券市場が未発達であったために、本来は中・長期の資金需給を反映すべき中・長期債の流通価格が、基調的な金融の繁緩を反映するだけでなく、短期的な金融の繁緩とりわけ金融機関の短期資金ポジションや企業の手許流動性によっても大きく左右されるという傾向が見られたのである。

第4は、最近にいたるまで国債の発行残高、特に民間保有の国債残高の比重が小さく、また、その流通市場における売買高が少額にとどまり、国債については流通市場が実際上存在しないのに等しかったことである。国債の発行については、シ団による一括引受けと

いう形が採られ、発行条件、発行時期等については発行者である政府と引受シ団との間で話し合いが行われてきたが、実質上は銀行を中心とする金融機関への割当て消化という色彩が強かった。このうち、金融機関消化分については、生命・損害保険会社消化分を除き、1年経過後には日本銀行の買オペレーションの対象とされてきたが、流通市場では売却しないという暗黙の了解が守られてきたから、国債は限定された流動性を持つに過ぎないというのが実情であった。また、個人消化分については、個人が売却を希望する場合、それを販売した証券会社の買取りやシ団参加証券会社の協調買いを通じてのみ流動性が与えられ、この証券会社買取分も日銀買オペの対象とされてきたのである。そのため、国債は他の公社債に比べて流動性の低いものとみなされる傾向があった。

以上のようなわが国公社債市場の特徴は、次のような変則的な事態を生み出すこととなった。まず、多くの発行者、特に企業にとっては、公社債発行市場は結局のところ限界的な資金調達の間以上のものでありえず、そのため、企業からはしばしば起債を自由化すべきだという主張がなされてきた。次に、個人投資家にとっては、公社債とりわけ新発債が投資対象として魅力に乏しく、敬遠される原因となってきた。また、銀行を中心とする金融機関が、発行時に消化に応じた公社債のうちかなりの部分を、キャピタル・ロスの発生を承知の上で恒常的に売却するという行動を採ってきたことも、極めて変則的な事態であった。

## 第2節 公社債市場の最近の展開

最近における経済構造の変化に伴い、法人部門の資金不足は相対的に減少する一方、公共部門の資金不足が増大する傾向にあるが、個人部門の貯蓄率は依然として高く資金余剰はなおかなりの大きさを保つものと思われる。従って、国民経済の中における資金の流れは、従来の個人部門から法人部門へという流れから、個人部門から公共部門へという流れに比重が移るとともに、今後法人部門においては、景気循環に伴い一時的に金融が逼（ひ

っ) 迫することはあっても、従来のように大幅な基調的資金不足の状態が生じることはないものと思われる。

公社債市場における最近の最も重要な変化は、国及び地方公共団体等が発行する債券の規模が従来に比べかなり多額になり、その残高の大幅な増加が予想されることであろう。特に、昭和50年度以降国債が大量に発行されるようになり、発行市場に占める国債の比重は極めて大きなものとなってきている(第1、2表参照)。しかし、上述のような経済環境のもとでは、従来のように日銀買オペにより民間保有国債の大部分を吸収することは不可能であり(第3表参照)、民間保有の国債が累積し、その流動化の必要性が高まりつつある。

他方、個人は、その金融資産の増大に伴い、資産選択を多様化する傾向を強めており、国債はじめ債券への投資比率が次第に高まりつつある(第4、5表参照)。また、経済成長率の低下に伴い、企業においては、余裕資金が生じ、現先取引をはじめ債券への運用傾向を高める(第6表参照)とともに、不況抵抗力を強めるためにも、長期安定資金を確保し、流動負債比率を低下させる必要性が高まってきている。更に、企業年金等の資金量の著しい増加や企業の資金需要の低下に伴う貸出機会の減少から、機関投資家は公社債への運用割合を高め(第7表参照)、金融機関においても、国債の大量発行に伴う引受額の増大という事情もあり、公社債への運用比率を高めてきている(第8表参照)。

このような国債・地方債等の発行残高の大幅な増加、企業や機関投資家などの公社債への運用比率の増大は、公社債の売買の活発化、流通市場の著しい拡大をもたらすとともに、短期証券市場が発達していないということもあって、現先市場を発達させてきた(第9、10表)。

更に、国際間の資本取引等に関する為替管理も次第に緩和されつつあり、海外投資の活発化や国際間の資金交流の拡大に応じて、金融面における国際化はいっそう進展してきている(第11、12表参照)。このこと自体、また、公社債市場を含めてわが国の金融環境の変化を促進していくものと思われる。

以上に述べたような公社債市場の最近の変化、すなわち、国債・地方債等の増大、金融資産・負債に対するニーズの多様化、流通市場の拡大、国際化の進展は、従来 of 公社債市場の在り方が限界に近づきつつあり、望ましい方向への公社債市場の改革を行うために必

要な客観的条件が熟しつつあることを示している。

## 第3章 今後の望ましい公社債市場の在り方

第2章で述べた公社債市場の現状を踏まえ、第1章で提示した基本的視点に立ち、今後の望ましい公社債市場の在り方を考えるとき、最も重要なことは、現在の公社債市場に見られる不必要な制約を取除き、自由で開かれた市場を形成し、そこでの有効な競争を通じて公社債市場の拡大と深化を図ることである。われわれは、この基本方針にのっとり、以下に述べるような諸措置が採られるべきであると考え。

### 第1節 発行条件の弾力化・競争的決定

まず第1に問題となるのは、公社債発行市場における発行条件と流通市場における流通利回りとの乖（かい）離の問題である。第2章第1節で述べたように、戦後のわが国公社債市場においては、発行市場と流通市場とが分断されており、発行条件は市場における需給実勢に比べて低位に固定化され、応募者利回りはしばしば流通利回りを大幅に下回ってきた。しかし、第1章でも述べたように、公社債市場が国民経済的に見て望ましい資金配分機能を有効に果たしうるためには、公社債の発行条件や流通価格が、市場における需給実勢を反映して競争的に決定され、これらを通して資金の配分が行われることが必要である。また、発行条件と流通利回りとが乖離している状況のもとでは、信用割当・資金割当的な公社債の発行が避けられず、資金配分上の機会の均等という点でも問題がある。

今後は、発行市場において新たに発行される債券の発行条件などが、流通市場で決定される価格と相互に関連し、市場における需給実勢を反映して競争的に決定されることが望ましい。

このような主張に対しては、現在の流通市場における価格が、必ずしも債券の正しい評価を示してはいない、という反論が予想される。われわれも、後に述べるように、流通市場における価格形成に問題がないとは考えていないが、そこでの問題を解決するためにも、流通利回りと発行条件とが相互に関連し、公社債市場における需給実勢が発行条件に正しく反映されることが必要であると考えるのである。

以下本節では、まず、今後その重要性がますます増していくと判断される国債の発行条件の弾力化と、速やかに発行条件の競争的決定が行われるようにすべき事業債起債方式の改革の2点に絞って、われわれの考え方を述べる。次いで、引受業務における集中化傾向を阻止し、有効な競争を促進する必要性と、ニーズに応じた債券の多様化について、述べることにしたい。

なお、これらの基本的な考え方は、政府保証債、地方債、金融債など各種の債券についても等しく妥当する。これらの債券についても、速やかに需給実勢を反映した発行条件の弾力化・競争的決定が行われるようにすべきであることを、特に附言しておきたい。

## 1 国債の発行条件の弾力化

今後においては、国債が公社債市場における中核的地位を占めていくことになると思われる。従って、国債の発行条件の弾力化、流通利回りとの相互関連を持ったその競争的決定は、特に重要な問題であると考えられる。

国債の年々の発行額が巨額にのぼり、仮に日本銀行による通貨の供給が大部分国債の買オペレーションによって供給されるとしても、市中消化原則のもとで民間保有残高が累積され巨額に達すること、そしていわゆる資金偏在のため特定の金融機関の負担が重くなること、などを考慮した場合、従来のような発行・保有の方式を今後とも続けることには限界があるといわざるをえない。市中消化の原則を堅持しつつ、国債の円滑な消化を図るためには、第2節に指摘する通り、政府は、国債の流動化を促進する措置を講じるとともに、発行条件のよりいっそうの弾力化を図るべきである。

市場における需給実勢を発行条件に反映する最も直截な方法は公募入札制であり、基本的な目標として公募入札制の導入を指向すべきであると考え。しかし、もし差当りはシ団による一括引受けに頼らざるをえないというのであれば、その場合でも発行条件の決定に当っては、各種金利のバランスに固定的にとらわれることなく、発行条件が需給実勢を十分反映するように、その改定を弾力的に行うことが何よりも必要であると考え。このことは、国債の保有層の拡大にもつながるとともに、それを通して流通市場にも好ましい影響を与えられ考えられるからである。

なお、政府短期証券については、従来から公募制が採用されているにもかかわらず、応募が少なく公募は名目的なものにとどまっている。その主たる原因は、発行条件が市中金利水準から乖離しているためであると見られる。政府短期証券の問題は、財政資金繰り操作の在り方一般にかかわるので、他に検討を要する点もあるが、少なくとも現在の制度を公募らしい公募制に改めるべく、政府はじめ関係者において、その具体的方策を検討すべきである。

## 2 事業債起債方式の改革

第2章第1節で述べたように、従来、わが国では間接金融方式が支配的であり、事業債の発行も金融機関による融資とほとんど変わらないというのが実情であった。すなわち、事業債の発行条件や発行量の決定に当っては、貸出金利など他の金利との関係や金融機関の貸出などとの関係が重視され、限られた起債枠を個々の起債希望企業に割当てるとともに、いわゆる計画消化により、電力債は別として新発債の多くを銀行消化に依存するという方式が採られてきた。このため、起債による資金調達は、企業にとって限界的資金調達手段以上のものとはならず、企業はその長期資金の多くを銀行からの融資に依存せざるをえなかったのである。今後は、事業債の発行におけるこのような制約を取除き、企業が自主的判断に基づいて最適な資金調達形態を選択しうるようにすることが望ましい。計画消化など金融機関の従来の消化方式についてもこれを改め、個々の金融機関がその自主的判断に基づき自由にポートフォリオを選択して購入することとすべきである。

このような観点に立った場合、事業債について最も問題となるのは、起債会を中心

とする起債調整の在り方である。起債会は、既に述べたように、歴史的変遷はあるものの、発行市場における有力な受託銀行と引受証券会社を中心となり、協議によって、主として事業債につき、発行量、起債時期、起債銘柄（適債基準、格付基準）、発行条件、償還期間など、量と質との双方について人為的な調整を行ってきた場である。発行量の調整は西ヨーロッパ諸国においてもその例が見られないわけではないが、わが国では起債会を中心とする起債関係者が、たんに量的な調整を行うにとどまらず、質的な調整、発行条件の決定までも行ってきたところに、著しい特徴が見られるのである。このような広範囲にわたる人為的な調整は、市場機構の円滑な機能を阻害するものであり、今後は、起債を自由化し、起債会を中心とする関係者の協議は廃止すべきである。

近年に登場してきた転換社債や円建外債は、事業債に関する従来の慣行とは異なった方式で発行されている。事業債についても、発行条件が個々の交渉によって競争的に決められ、証券会社は引受会社として、銀行は受託会社として、それぞれの機能を発揮し、企業が起債時期を自由に選択し、自主的に発行しうるようにすべきである。

また、政策当局による通貨量の調整は、オープン・マーケット・オペレーション等金融政策上の他の正統的手段によることとし、公社債市場への直接的介入は廃止する方向を指向すべきものとする。

次に、投資家保護のためには、信用度がある水準以下の銘柄について一般投資家を対象とする引受けが行われないこと、また、銘柄の信用度の差が端的に発行条件の差に反映されることが望まれるが、このような質的選別は、基本的にはアンダーライターの引受審査機能の向上と公社債市場における金利機能・淘汰（とうた）機能の発揮によって実現されるべきであるとする。なお、この点に関連する中立的な格付機関の役割と投資家保護のための当面の方策については、第3節の投資家のための質的選別の項で述べる。

### 3 引受業務の集中化傾向の阻止と競争の促進

事業債の発行・募集に当っては、その大部分を4大証券会社が引受けており、他の引受証券会社のシェアは低く、4社寡占の状況にある。現在のように、多くの銘柄の

引受けに4大証券会社がそろって加わることは、競争制限的行為を招くおそれがあることに留意し、4社間に有効な競争が行われるように改善すべきである。特に、事業債においてはいわゆる引受幹事持回り制が行われている例が少ないが、これは有効な競争を阻害するものであるから、転換社債や円建外債、海外での起債の場合と同様に、発行者と引受証券会社との個々の交渉による引受方式に改めるべきである。

引受業務の集中化傾向を阻止し競争を促進するためには、独自の判断で引受業務を行いうる実力を備えた証券会社の数が、現在以上に増えることが望ましい。このためには、引受免許を持つ4社以外の証券会社が、販売力その他の事業能力を向上し、引受会社として充実を図る必要がある。更に、引受証券会社としての新規参入についても、競争促進の必要性に十分留意して免許行政を運営すべきである。また、投資家の開拓、消化・保有層の拡大を進めるとともに、シ団間競争を可能にするために、中小証券会社がその販売能力の向上を図り、下引受団・販売団が充実し、シ団の販売力が強化されることが必要である。

#### 4 ニーズに応じた債券の多様化

国債については最近5年もの割引債の発行が始められたが、事業債については、償還期間が7年と10年の利付債だけが発行されている。このように、発行債券の償還期間や利払方法などが事実上制限されている現状では、発行者や投資家の多様なニーズに応じえない。特に、企業年金等の資金量が増大していること、余裕資金を持つ企業が増加していること、個人においても積極的な資産運用を行う傾向が見られること、などを考え併せた場合、今後は、投資家や発行者のニーズに応じて、償還期間、利払方法などの面で債券の多様化を図ることが望ましく、これを阻害している要因を取除く必要がある。

このような考えに対しては、間接金融が中心で、資金割当的な金融方式が支配的であり、ほとんどすべての金利が直接・間接に規制されている現状では、債券を多様化しても多くを期待することはできないであろう、という考え方も見られる。

われわれも、現状においてこのような問題があることを認めないわけではない。しかし、現状を改め問題点を解決していく努力の中で、証券の多様化についても、発行

者や投資家のニーズに応じ不断に新しい工夫が行われなければならない、と考える。絶えずそこで革新が行われる点に、競争的市場の価値があるのである。例えば、10年超の長期債や、5年またはそれ未満の中期債、短期証券の発行など償還期間の多様化、割引債方式の導入といった利払方法の多様化について、工夫と努力が行われるべきであろう。また、一般投資家を対象として募集しない債券、いわゆる私募債についても発行者の資金調達が多様化、投資家のニーズに即した商品の開発という見地から、検討されるべきであろう。

国債についても、今後発行量が増大し、公社債市場における国債発行残高の比重が高まることを考慮すれば、投資家の資産選択上のニーズに応じ、その多様化を進めることが望ましい。ニーズに応じた国債の多様化は、国債利子負担の軽減という観点からも有意義である。ただ、財政当局が金利負担の軽減をあまりに重視すると、国債の満期構成が過度に短期化し、流動性が過大となるといったおそれがあることに留意する必要がある。

## 第2節 流通市場の拡大と深化

公社債流通市場では、国債などを除き、大口の店頭取引を中心として、最近では売買量が著しく増大しており、発行市場と比べればより競争的な価格形成が行われている。しかし、ここにも改善すべきいくつかの問題点がある。

まず、第2章第1節で述べたように、従来は、例外的な金融緩和期を除き、発行条件が需給実勢から乖離して決められてきており、そのため新発債のかなりの部分は、銀行などの金融機関によって、キャピタル・ロスを覚悟の上で、投資収益以外の種々の利得を確保するという観点から購入されてきた。そして、国債や事業債など一部のものを除いては、金融機関によって消化された債券のかなりの部分が、発行後間もない時期に流通市場において恒常的に売却され、流通市場を経由したのちにはじめて、中・長期の投資

対象として機関投資家などによって購入されてきた。最近、流通市場の取引量が著しく増大しているのも、このような事情に負うところが少なくないが、それは売り手・買い手に偏りが見られるなどあくまでも変則的なものであった。

その結果、流通市場での既発債利回りについては、最近は次第に改善が見られているものの、本来中・長期の資金需給の実勢を反映すべき中・長期債の価格と利回りが、基調的な金融の繁緩を反映するという以上に、極く短期的な金融の繁緩、とりわけ銀行などの金融機関の短期資金ポジションや企業の手許流動性によって左右され、短期金利の変動に引きずられて大きく変動するという傾向が認められた。このことから、現状では流通市場は本来の需給実勢を正しく反映していない、という批判が生じてきた。

以上のように、従来の発行市場の特異性は、短期証券市場の未発達、発行される債券の多様化が進んでいないことなどと相まって、望ましい流通市場の拡大と深化を妨げてきたのである。

なお、国債の流通については、後述のようないくつかの流通阻害要因のために、その流動化が著しく制約されているのが現状である。

以上のような現状を改善し、流通市場における既発債利回りが、中・長期資金の需給実勢を正しく反映する指標としての役割を十分に果たしうるようにするためには、新発債の大部分が最初から中・長期の投資対象として投資家に購入されるようになることが必要であり、そのためにも何よりもまず、第1節で述べた発行市場の改革が要請されるのである。

次に、流通市場における適正な価格形成と取引の円滑化という観点から、店頭取引と取引所取引との関係、とりわけ取引所への取引集中（いわゆる市場集中）という問題をどのように考えるかについて検討したが、われわれの見解は次の通りである。

債券は、流通市場で取引されている銘柄数が株式のそれよりもはるかに多く、また、取引単位も小口のものから大口のものまでまちまちであって、投資家相互間の取引を基本とする取引所取引では、需給の出合いがつく可能性が少ない。従って、債券の売買を円滑化し価格の大きな変動を避けるためには、ディーラーが介在して需給の調整を図る必要があり、それには店頭取引が適していると判断される。また、債券は、クーポン・レート、償還日、償還価格が確定しているため、株式とは異なり、比較的厳密な利回り

計算が可能であり、投資家は、複数のブローカー・ディーラーに引合いを出して有利な取引条件を選ぶことができれば、必ずしも銘柄を特定しなくてもその必要を満たす取引が可能である。更に、投資家の主体となっている機関投資家・大口投資家は、専門的な知識・経験を有していることが多く、複数のブローカー・ディーラーからかなりの量の情報を入手しうるので、取引所取引によらなくても十分競争的な価格形成が行われると考えられる。

債券の取引については、株式の場合とは異なり、各国においても店頭取引が中心となっており、取引所取引の比重が低くなっているのは、以上の理由に基づくものと判断される。従って、債券について、株式の場合のような厳格な取引所中心主義を採ることは、適当とは思われない。

しかし、比較的小口の資金を運用する個人投資家などは、情報へのアクセスも限られており、機関投資家・大口投資家と同じような条件で店頭取引市場に参加することは不可能である。従って、個人投資家などの流通市場への積極的参加のためには、特別の配慮を必要とする。

以下本節 1 では、個人投資家などが、不当に差別されることなく、流通市場に直接・間接に参加しうるようにするために採るべき措置について述べる。また、2 では、国債の流通の促進の必要性を指摘し、そのために採るべき基本方針と、2、3 の問題点について述べることとしたい。

なお、流通市場における取引を円滑化し、取引コストを低下させるとともに、個人投資家などが情報をはじめその他の取引面でも、合理的な範囲を超えて差別的な取扱いを受けないようにするためには、第 1 章でも述べたように、ブローカー・ディーラーとしての証券会社の行動が極めて重要な意味を持っている。従来、証券会社は、この点についての認識が十全であったとは必ずしもいえない。証券会社が、証券の売買その他の取引について、投資家保護に欠け、取引の公正を害し、または証券業の信用を失墜させる行為を行うことは、証券取引法によって禁じられていることでもあり、また、今後は、債券が多様化され、市場の拡大と深化も進み、市場参加者も増加していくと考えられるので、このような情勢の展開にも対応し、証券会社は、各種の情報処理技術を利用し新しい取引サービスの開発に努めるとともに、個人投資家などが不当な差別を受けること

のないようにいっそう留意する必要がある。

## 1. 個人投資家などの流通市場への参加

### (1) 上場銘柄の増加と取引所集中制の拡大

現状では、公社債流通市場の取引が店頭取引を中心に行われ、取引単位も大きく、小口の取引には適さないということから、個人投資家などにとっては流通市場への参加の途が著しく狭められている。また、これまでは、発行市場の特異性のため新発債と既発債の価格がしばしば大幅に乖離していたにもかかわらず、引受証券会社は新発債の消化を図るため個人投資家に対する販売努力を行ってきた。このため、証券会社が個人投資家の既発債の売買・流通市場への参加について極めて消極的であったことも否定できない。

しかし、今後は、発行条件と需給実勢との乖離が解消され、また、個人投資家の資産選択が多様化し債券投資比率が高まることにも伴って、個人投資家の流通市場への参加を容易にし、個人投資家のために、店頭取引における需給実勢を反映した価格で、円滑な取引の行われる中途換金・売買機会を提供する必要性が増大する。このような見地から、個人の債券消化・保有の拡大に伴って、発行量が多く保有者が分散し、需給投合の頻度が比較的高いと期待される銘柄については、極力取引所へ上場し上場銘柄数を増やすとともに、その小口取引分について、現在、国債や円建外債について一定の範囲内で行われている取引所集中制（市場集中制）を拡大していくべきである。

### (2) 店頭市場の情報の公開

個人投資家などは、機関投資家・大口投資家が入手している店頭市場の情報を、容易には入手できないのが現状である。このような情報量の違いを改善するためには、上述のように、上場銘柄の増加、取引所集中制の拡大のほか、できる限り店頭市場に関する情報を個人投資家など一般に公開することが必要である。このような見地から、非集中銘柄及び非上場銘柄についても、店頭市場における取引価格を基

礎として発表されている個人向け気配相場発表の制度をいっそう充実することをはじめ、店頭市場の情報を公開し、個人投資家などに提供する必要がある。

### (3) 公社債投資信託の改善

上述のように、個人投資家にとっては、機関投資家・大口投資家と比べ、公社債流通市場への参加に本来的な制約があるが、そのギャップを埋めるひとつの方策は公社債投資信託である。個人は、公社債投資信託を通じて、公社債流通市場に間接的に参加することができ、また、中・長期の貯蓄性資金の運用について、デフォルト・リスクを分散するとともに、流動性を高めることができる。ところが、公社債投資信託が持つこのような本来的なメリットにもかかわらず、種々の事情のために、わが国における従来の公社債投資信託には改善の余地が少なくないように思われる。今後、公社債投資信託の制度と運用については、投資家の多様なニーズに応じた新しい商品を開発することをはじめ、投資家の利益にいっそう合致したものとなるよう工夫し努力していく必要がある。

## 2 国債の流通の促進

第2章第1節で述べたように、従来、民間保有国債の大部分を占めてきた銀行などの金融機関保有分については、流通市場では売却しないという暗黙の了解が守られてきたから、流通市場での国債の取引量は発行残高に比べて極めて低い水準にとどまってきた。このようなことが行われてきたのは、次のような事情によるものと推測される。すなわち、国債の発行条件の弾力化が進んでいない状況のもとでは、国債の売買が何らの制約もなしに自由に行われれば、国債の流通価格が発行価格を下回り、特に金融逼（ひっ）迫期においては大幅な値下りが生じるのではないかという懸念が持たれていたこと、そして、そのような事態が生じれば、発行額の消化に困難を来し、あるいは、発行条件の改定を通じて国債の金利負担が増大するおそれがあると考えられていたことである。

国債は、デフォルト・リスクの最も少ない債券であるにもかかわらず、他の公社

債と比べて流動性が低いものとみなされ、その結果、市場で低く評価される傾向が見られた。しかし、国債は、今後公社債市場の中核的地位を占めていくものと考えられるので、他の公社債の場合と同様に、その発行条件や流通価格に需給実勢が正しく反映されることは、公社債市場がその本来の機能を有効に果たしていくためにも不可欠の条件である。従って、今後は、一方において、先に述べたように発行条件の弾力化を進め、発行条件と流通利回りとが乖離しないようにするとともに、他方、流通市場においては、金融機関保有分の売却に関する制約や証券会社の協調買いなど事実上価格支持としての効果を持つようなことはやめ、国債の自由な流通を図る必要がある。そのようにしてはじめて、流通市場における国債の価格が需給実勢を正しく反映したものであると期待されるのである。

今後、国債の流動化が進めば、国債の価格は資金需給の繁緩に応じてある程度変動することとなるが、中・長期的に見れば、民間部門において従来のような大幅な基調的資金不足は予想されないので、財政の節度が守られ、国債の発行条件が弾力的に決定される限り、国債の流通価格が大幅に値崩れするような事態が生じるとは思われない。また、金融逼迫期における一時的な流通価格の下落についても、第2章第2節で述べたような最近の流通市場の拡大と公社債に運用される資金量の増大を考えると、景気調整のための財政金融政策の運営が適切に行われる限り、それが大幅なものとなり、国債発行による国の資金調達計画に支障を来すような事態が生じる可能性は少ないと考えられる。

現在のような金融緩和期は、国債の流動化を推進していくための好機である。この時機を逸することなく、国債の流通に対する制約を取除き、公社債市場の拡大と深化を図るべきである。

次に、今後国債の流通を促進していく上での、2、3の問題点に触れておきたい。

まず第1は、流通市場において望ましくない投機などにより一時的な混乱が生じた場合、あるいは何らかの事情により国債価格に基調的な大幅の値崩れが生じた場合に、市場秩序の維持ないしは国債価格支持のために、政策当局が何らかの措置を採るべきか否か、また採るとすればどのような措置を採るべきか、という問題である。既に述べた諸条件が満たされれば、そのような事態が生じる可能性は少ないと判断されるが、

仮に何らかの措置を採る必要が生じた場合にも、マネー・サプライの過度の増大をもたらすような国債価格支持政策は、インフレを招くこととなるので、絶対に採るべきではない。

第2に、日本銀行が国債を売買する際には、個々の銀行との相対取引によらず、流通市場において売買することを基本とし、通貨調節はオープン・マーケット・オペレーションによるという慣行を確立することが、国債の流通市場が拡大・深化し、価格形成がいっそう円滑に行われるために望ましい。

第3は、建設国債の借換問題である。すなわち、建設国債を満期償還時に借換える際、その時点で建設国債を保有している金融機関が残存額の借換えに応じるよう要請されるかもしれないという可能性のために、建設国債の流通には特例国債の場合にはない制約要因があるといわれている。国債の流通促進という観点から、今後このような面からの阻害要因を取除く必要があり、借換問題の合理的な解決が望まれる。

### 第3節 投資家保護——市場に対する信頼の確保

第1章で述べたように、債券の市場価格は、一般金融情勢などの変化によって変動するから、投資家が債券を償還期日前に売却した場合にはキャピタル・ゲインやキャピタル・ロスを生じることがある。また、債券は債務証券であり、発行者ごとに異なるデフォルト・リスクを伴っている。これらの価格変動やデフォルトのリスクは、基本的には投資家が負うべきものである。

従来は、発行条件が需給実勢と比べて低位に固定化されていたために、一般金融情勢による変動以上にキャピタル・ロスの生じることが問題とされたが、この点は、需給実勢を反映した発行条件の決定が行われるようになれば、おのずから解決する問題である。しかし、価格変動のリスクについても、既に述べたように、情報量の違いなどによって、一部の投資家が不当なキャピタル・ゲインをえたりあるいは不当なキャピタル・ロスを経験したりすることのないようにしなければならない。

次に、債券には本来的にデフォルト・リスクが伴うとはいっても、個人投資家などにとっては入手しうる情報量に限界がある。また、個人投資家などは、元本と利子が確実に支払われることを期待して債券を購入することも、看過できない事実である。従って、投資家を保護し、市場に対する信頼を確保するという見地から、第1に、デフォルト・リスクがある水準を超えるような債券が一般投資家を対象とする市場に出回らないよう、引受証券会社や受託会社は、起債の際には十分に留意することが必要である。第2に、投資家が新発債を購入しあるいは既発債を購入・売却する際には、投資家のために必要な情報が公平に提供され、それに基づいて投資判断を行いうるようにならなければならない。

投資家保護のためには、このように、個人投資家などが情報の不足やその量の違いなどにより、自己責任の範囲を超えた不当な損失をこうむることのないようにするとともに、情報以外の取引コストという面でも、個人投資家などが合理的な範囲を超えて不利な取扱いを受けることがないように配慮しなければならない。これらの問題の一部は、既に第2節でも述べたところであるが、以下本節では、上述のデフォルト・リスクに関し、投資家のための質的選別、情報の開示、無担保社債及びアンダーライターの問題について、検討することとしたい。それは、デフォルトが生じた場合の不当な損失に対して投資家をどのようにして保護するか、公社債市場に対する信頼をどのようにして確保するか、という問題である。

## 1 投資家のための質的選別

(1) 戦後わが国において、事業債のデフォルトは極めて少なかった。この事業債については、起債会による適債基準・格付基準の設定・運営という形での質的調整が、デフォルトの防止に役立ってきたとしばしばいわれる。しかし、起債会による適債基準・格付基準は、主として事業債の発行による資金配分のための基準として機能してきたのであって、アメリカにおける格付けのように、もっぱら投資家のための情報という役割を果たしてきたわけではない。今後、情報提供による投資家保護という観点からすれば、格付けは、利害関係のない複数の第三者機関によって行われることが望ましいし、また、従来のように画一的・固定的にではなく、起債銘柄ごとに実態に即

して行われなければならない。

わが国でも、第三者機関による格付けが投資家の信頼をうるようになり、それがアンダーライターの引受審査機能の向上及び市場の淘汰機能の発揮と相まって、一定水準に達しない銘柄についての公募のための引受けや一般投資家による購入がおのずから行われなくなるようになることが望ましい。しかし、そのような慣行が市場において成立するためには、格付けについて多方面にわたる専門的知識と経験が必要であるだけでなく、かなりの期間にわたる実績が積み重ねられる必要がある。そこで、起債会による質的調整を廃止した後、もっぱら投資家保護のために質的選別を行うための何らかの方策を講じることも検討に値いしよう。ただその際、それが前述のような第三者による格付機関の発生と発展を阻害しないように留意することが必要である。

## 2 情報の開示

投資家に対する情報提供は、格付けという形でも行われるが、公社債発行市場における情報提供として大きな重要性を持つのはディスクロージャー（発行者の財務等内容の開示）の制度である。これは、証券取引法が投資家保護のために整備している制度である。すなわち、証券取引法は、発行者に有価証券届出書の提出及び目論見書の作成を義務づけ、発行者や引受証券会社は投資家保護のため必要な事項を記載した目論見書を投資家に交付しなければならないこととしている。この届出書や目論見書に重要な事項についての記載が欠けていたり、虚偽の記載があった場合には、発行者や引受証券会社は損害賠償の責任を負わなければならない。

しかし、現在、証券取引法は、転換社債以外の担保附社債については、附則によりこのような情報の開示義務を免除している。ただし、本年5月から行われた社債発行限度の拡大に当たっては、担保附社債であっても商法による社債発行限度を超えて発行する場合には、転換社債・無担保社債と同様、届出書や目論見書による開示が義務づけられることとなった。このため、同じ会社が発行する担保附社債について、商法による発行限度内であるかどうかにより情報の開示義務に差異が生じることとなった。投資家保護の観点からは、商法の限度内で発行される担保附社債についても、同様の開示義務を課することを検討する必要がある。

### 3 無担保社債

無担保社債の問題は、第1節で述べた債券の多様化の問題の1例である。現在のように事業債について画一的に有担保原則を貫くと、財務内容の良い企業については、発行コストを高めるなどの問題が生じる。そのような企業が十分な担保物件を持っていない場合には、国内では起債できないので、外債によって資金を調達することにもなるだろうが、それは変則的な事態といわなければならない。国際化の進展に伴い、今後このような問題はいつそう顕在化することが予想される。

以上のように考えてくると、投資家保護というような名分のもとに有担保原則を固守すべきではない。ニーズに応じた債券の多様化を人為的に妨げることは、合理性を欠くものといわなければならない。

しかし、無担保社債の発行に当っては、真に財務内容の良い企業を選別し、投資家保護のため十分な措置を講じることが極めて重要であり、起債に当って個々の引受証券会社や受託銀行は、この点について慎重に配慮する必要がある。その意味で、引受証券会社や受託銀行は、安易な横並び意識などにより、財務内容の良くない企業の無担保社債発行について一般投資家を対象とする引受けや募集の受託を行うことのないようにすべきである。また、無担保社債である旨の明確な開示はもとより例えば財務制限条項など担保権の設定に代る投資家保護のための有効な手段について、各発行者の実情に即して工夫をこらすべきである。

なお、発行者に対して不必要な拘束を加えることは適当ではないが、発行者、引受証券会社、受託会社は、財務制限条項やトラスティーの制度など投資家保護のために有効な機能を果たす措置を、投資家保護一般の問題として検討すべきであろう。

### 4 アンダーライターとの責任と引受審査機能の充実

公社債市場の発展を期するためには、第2節で述べたブローカー・ディーラーの機能のほか、公社債の発行・募集に当ってのアンダーライターとの機能が極めて重要である。アンダーライターは、発行者と投資家との間の仲介者の立場に立つものである。このような観点から、証券会社は、発行者のためには低コストによる円滑な資金の調

達を、投資家のためにはそのニーズに応じた多様な投資資産の提供を図り、発行条件などの決定に当たっては、アフター・マーケット（発行後の流通市場）の情勢にも配慮し、発行・流通両市場の相互連関のもとに、需給実勢を反映して決められるよう努めるべきである。特に、投資家保護のためには、既に述べたように、デフォルト・リスクがある水準を超えるような債券について公募のための引受けを行わないこと、銘柄の信用度の差が正しく発行条件に反映されるようにすること、投資家の投資判断に資するための正確な情報を公平に提供することが重要であり、そのためにアンダーライター機能・引受審査機能をいっそう充実する必要がある。従来は、引受幹事持回り制などのために、証券会社の引受責任があいまいにされるという傾向が見られた。既に情報の開示の項において述べた通り、目論見書などによる開示義務に反した場合には、証券会社にも損害賠償責任が負わされているが、従来この点についての認識が必ずしも十分に行きわたっていたとはいいがたい。更に、デフォルトが生じた場合には、その引受証券会社が社会的な信用を失墜するだけでなく、公社債市場そのものに対する信頼を著しく損うことになることにかんがみ、証券会社は、その引受責任について十分に留意し、公社債市場の発展に寄与するよう努めるべきである。

第 1 表 公社債の発行状況

(単位：億円、%)

年度 種類	41		46		47		48		49		50		51	
	債	構成比	債	構成比	債	構成比	債	構成比	債	構成比	債	構成比	債	構成比
公共債	6,750	16.8	12,089	13.6	19,674	17.9	18,000	14.6	22,001	15.3	53,627	26.3	71,480	29.9
政府関係機関債	9,012	22.4	16,341	18.4	19,884	18.1	22,075	18.0	25,919	18.0	27,662	13.6	32,856	13.7
地方債	2,787	6.9	7,260	8.2	9,390	8.6	13,058	10.6	17,554	12.2	22,784	11.1	27,221	11.4
公共債計	18,549	46.1	35,690	40.2	48,948	44.6	53,133	43.2	65,474	45.5	104,073	51.0	131,557	55.0
民間債	4,290	10.6	8,734	9.8	6,738	6.2	8,798	7.2	10,182	7.1	15,410	7.6	12,033	5.0
金融債	17,323	43.0	43,123	48.5	50,267	45.8	56,465	45.8	65,163	45.4	80,795	39.6	94,367	39.5
転換社債	105	0.3	865	1.0	2,887	2.6	4,114	3.3	2,849	2.0	3,362	1.6	571	0.2
民間債計	21,718	53.9	52,722	59.3	59,892	54.6	69,377	56.3	78,194	54.5	99,567	48.8	106,971	44.7
円建外債	-	-	480	0.5	938	0.8	671	0.5	-	-	350	0.2	620	0.3
合計	40,267	100	88,892	100	109,778	100	123,181	100	143,668	100	203,990	100	239,148	100

(注) 1. 国債は、新規長期国債分（51年度から発行されている割引国債を含む。）である。

2. 資金運用部及び簡保引受分を含む。

3. 政府関係機関債、地方債及び転換社債は、非公募債を含む。

(資料) 「公社債月報」等

第 2 表 公社債発行残高の推移

(単位：億円、%)

年度 種類	41		46		47		48		49		50		51		
		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比	
公 共 債	国 債	8,750	8.3	39,522	15.8	58,186	18.6	75,504	20.0	96,584	21.2	149,731	25.7	220,767	30.3
	政府関係機関債	31,343	29.9	73,191	29.0	85,216	27.2	98,424	26.1	114,559	25.2	132,339	22.7	154,490	21.2
	地 方 債	9,062	8.6	22,689	9.0	29,080	9.3	38,431	10.2	52,661	11.6	71,063	12.2	92,309	12.7
	公 共 債 計	49,155	46.8	135,402	53.8	172,482	55.1	212,359	56.3	263,804	58.0	353,133	60.6	467,566	64.2
民 間 債	事 業 債	19,603	18.7	35,260	14.0	37,663	12.0	41,850	11.1	46,406	10.2	56,860	9.8	63,716	8.7
	金 融 債	36,112	34.4	78,786	31.2	97,059	31.0	113,767	30.1	133,187	29.3	159,197	27.3	183,979	25.3
	転 換 社 債	100	0.1	1,966	0.8	4,350	1.4	7,232	1.9	9,030	2.0	10,887	1.9	10,221	1.4
	民 間 債 計	55,815	53.2	116,012	46.0	139,072	44.4	162,849	43.1	188,623	41.5	226,944	39.0	257,916	35.4
	円 建 外 債	—	—	540	0.2	1,478	0.5	2,145	0.6	2,142	0.5	2,482	0.4	3,072	0.4
合 計	104,970	100	251,954	100	313,032	100	377,353	100	454,569	100	582,559	100	728,554	100	

(注) 1. 国債は、新規長期国債分(借換債を含む。)である。なお、51年度から発行されている割引国債を含む。

2. 資金運用部及び簡保引受分を含む。

3. 政府関係機関債、地方債及び転換社債は、非公募債を含む。

(資料) 「公社債月報」等

第3表 日本銀行の国債買オペレーション実施状況

(単位：億円、%)

年 度	国債市 消化額	買オペレ ーション実施額		オペレーション適格国債中の買オペ実施率		
		証 券 向 け	金 融 機 関 向 け	全 体	証 券 向 け	金 融 機 関 向 け
40	1,100	-	-	-	-	-
41	6,750	653	13	59.4	9.4	69.3
42	6,200	5,639	294	80.2	31.5	90.7
43	4,460	2,693	340	64.0	41.3	69.6
44	3,900	2,447	350	61.8	48.8	66.0
45	3,250	7,018	350	82.3	55.3	89.2
46	9,356	△1,000	-	68.0	48.7	73.3
47	17,150	△885	△200	47.3	30.6	51.3
48	15,000	24,962	230	79.6	22.5	91.5
49	17,724	15,863	250	85.4	19.4	99.9
50	45,100	5,991	400	74.6	19.9	86.7
51	60,225	8,989	600	55.6	19.8	65.1
累 計	190,215	72,370	2,627			
					69,743	

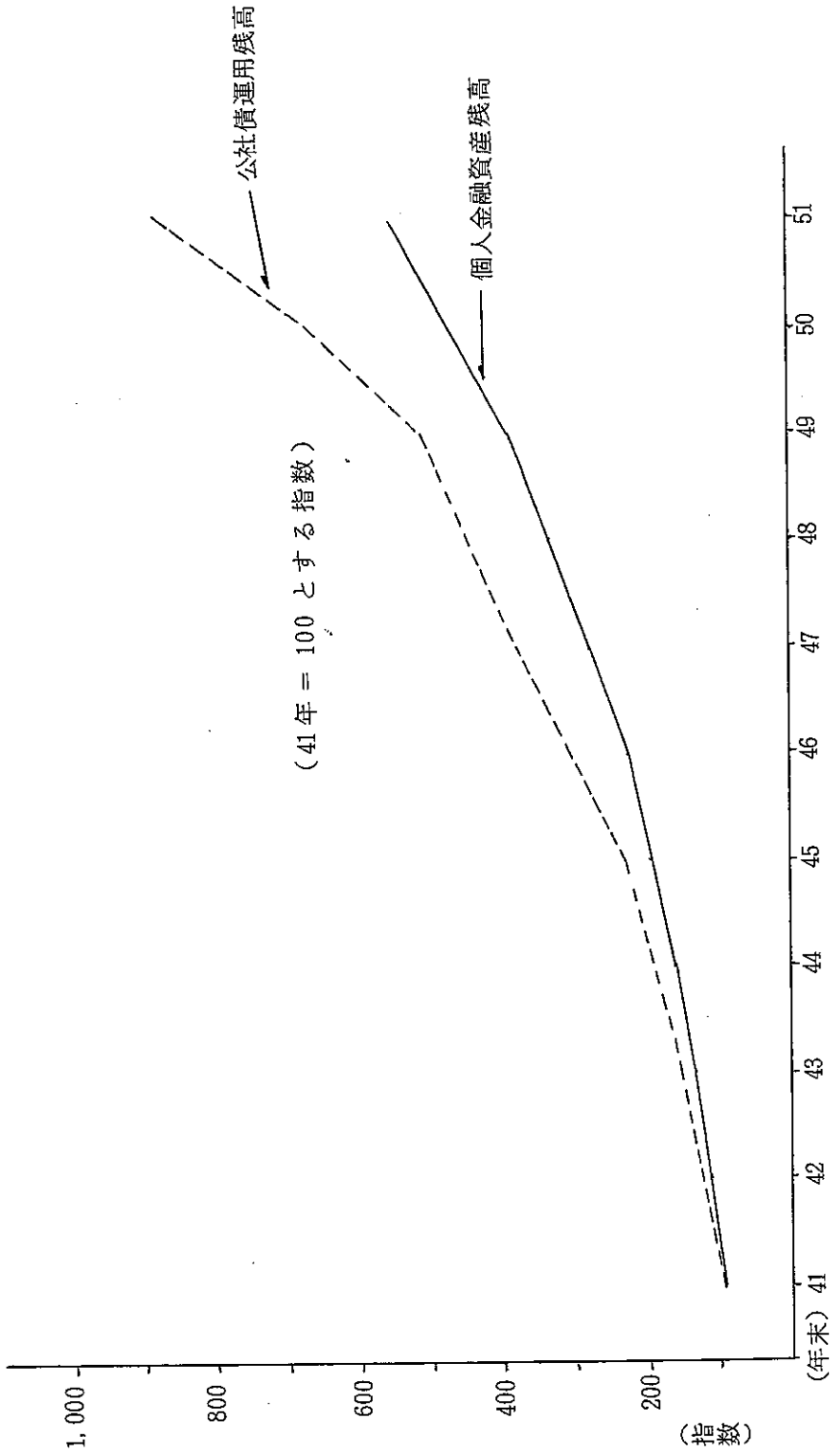
(注) 1. 市中消化額には、借換発行分を含まない。

2. 「オペレーション適格国債中の買オペ実施率」は、買オペレーション実施累計額を前年度までの市中消化累計額（発行後1年経過し買オペ適格銘柄となったものの累計額）で除したものである。なお、金融機関向け買オペ実施率は、市中消化額のうち、買オペの対象とならない生命・損害保険会社引受分を除いた額を分母として算出している。

(資料) 野村総合研究所「公社債要覧」

# 第1図 個人金融資産残高及び公社債運用残高の伸び

(第4表関連のグラフ)



## 第 4 表 個人金融資産の総額及び運用状況

(単位：百億円、%)

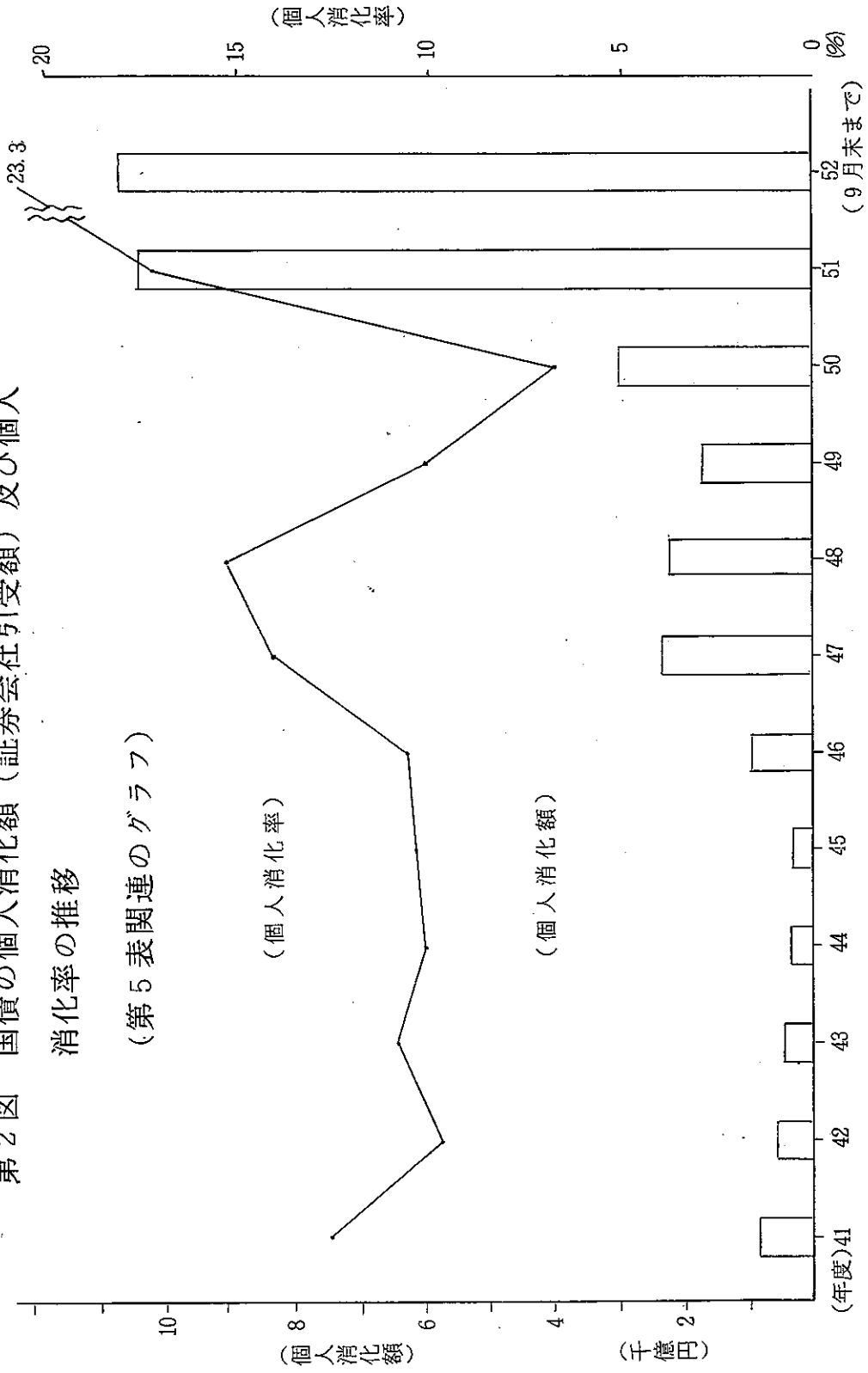
	41	46	47	48	49	50	51
個人金融資産残高 (年末)	現金・預金	2,241(63.0)	5,304(65.2)	6,695(67.2)	8,265(68.9)	9,714(68.7)	11,474(68.4)
	信託・保険	620(17.4)	1,556(19.1)	1,872(18.8)	2,207(18.4)	2,621(18.5)	3,131(18.7)
	有価証券	611(17.2)	1,150(14.1)	1,274(12.8)	1,420(11.8)	1,608(11.4)	1,948(11.6)
	うち公社債	175(4.9)	543(6.7)	670(6.8)	787(6.5)	907(6.4)	1,178(7.0)
合 計	3,557(100)	8,141(100)	9,959(100)	12,002(100)	14,141(100)	16,785(100)	19,771(100)
個人金融資産の純増額 (年中)	現金・預金	362(63.4)	818(66.0)	1,391(77.0)	1,567(74.2)	1,449(71.8)	1,761(66.6)
	信託・保険	114(20.0)	259(20.9)	316(17.5)	344(16.3)	414(20.5)	511(19.3)
	有価証券	47(8.2)	171(13.8)	124(6.9)	166(7.9)	173(8.6)	340(12.9)
	うち公社債	49(8.6)	122(9.8)	124(6.9)	126(6.0)	101(5.0)	271(10.2)
合 計	571(100)	1,239(100)	1,806(100)	2,113(100)	2,019(100)	2,644(100)	2,950(100)

(注) 1. 合計にはその他の金融資産を含む。

2. ( ) 内は、構成比である。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

第2図 国債の個人消化額（証券会社引受額）及び個人消化率の推移  
（第5表関連のグラフ）



(注) 51年度から発行されている割引国債を含む。

第5表 国債の個人消化額（証券会社引受額）の推移

(単位：億円、%)

年度 月	41	46	47	48	49	50	51	52
4	67	33	170	180	140	150	550	※ 800 1,650 (注3) 1,450
5	60	32	190	180	140	150	722	
6	69	32	210	190	150	180	706	1,410
7	70	32	230	180	150	180	736	※ 761 1,520
8	68	36	230	180	150	180	716	1,580
9	70	55	230	180	120	220	677	1,630
上半期計	404 (10.9)	220 (8.8)	1,260 (11.5)	1,090 (9.9)	850 (8.5)	1,060 (7.7)	4,107 (13.1)	10,801 (23.3)
10	73	80	200	170	140	220	658	
11	74	130	200	170	150	260	660	
12	80	190	180	350	160	340	725	
1	77	120	180	200	160	320	※ 989 890	
2	78	120	180	150	160	350	1,150	
3	50	120	180	150	160	507	1,340	
下半期計	432 (14.2)	760 (11.1)	1,120 (18.2)	1,190 (29.8)	930 (12.0)	1,997 (6.4)	6,412 (21.4)	
年度計	836 (12.4)	980 (10.5)	2,380 (13.9)	2,280 (15.2)	1,780 (10.0)	3,057 (6.8)	10,518 (17.2)	

(注) 1. 額面ベース。

2. ( ) 内は、個人消化率である。

3. 52年5月引受分1,450億円には、51年度特例国債分30億円を含む。

4. ※ 印は、割引国債である。51年度下半期及び同年度計の利付国債だけの個人消化率は、それぞれ18.7%、15.8%である。

第6表 企業の有価証券及び公社債保有状況

(単位：億円)

年月末	短期所有		投資		有価証券	
	有価証券	うち 公社債	有価証券	うち 公社債	合計	うち 公社債
48. 6	32,082		84,141		116,223	
12	30,993		90,126		121,119	
49. 6	29,861		96,363		126,224	
12	25,809		101,385		127,194	
50. 6	34,989	10,417	105,842	6,548	140,831	16,965
12	43,068	13,683	110,538	8,516	153,606	22,199
51. 6	58,384	29,610	113,773	9,017	172,157	38,627
12	60,398	32,071	116,721	11,418	177,119	43,489
52. 6	69,646	38,357	124,902	12,071	194,548	50,428
52年6月末 50年6月末	1.99倍	3.68倍	1.18倍	1.84倍	1.38倍	2.97倍

(注) 1. 金融・保険業を除く全産業。

2. 短期所有有価証券とは、一時保有の目的で所有する有価証券で流動資産に計上されているもので、投資有価証券とは、長期投資の目的で所有する有価証券で固定資産に計上されているものである。

(資料) 「法人企業統計季報」



第 8 表 金融機関の預債率の推移

(単位：%)

年月末 金融機関	47. 3	47. 9	48. 3	48. 9	49. 3	49. 9	50. 3	50. 9	51. 3	51. 9	52. 3
都市銀行	12. 2 (12. 1)	11. 9 (11. 8)	11. 4 (11. 3)	11. 0 (10. 9)	11. 1 (11. 0)	11. 5 (11. 4)	11. 7 (11. 6)	11. 6 (11. 5)	12. 7 (12. 5)	13. 5 (13. 3)	14. 0 (13. 8)
地方銀行	13. 3	14. 1	13. 3	13. 9	13. 1	14. 0	13. 6	14. 9	15. 1	16. 7	16. 1
長期信用銀行 (銀行勘定)	9. 0	9. 8	9. 7	10. 4	10. 0	10. 9	10. 3	11. 8	13. 4	14. 2	15. 0
信託銀行 (信託勘定)	15. 4	10. 5	10. 1	10. 5	7. 8	8. 5	8. 9	11. 5	15. 1	19. 6	20. 8
相互銀行	3. 7	4. 1	4. 3	4. 5	5. 8	6. 4	7. 4	5. 8	6. 4	6. 8	7. 5
全国信用金庫連合会	9. 5	9. 7	9. 3	9. 3	9. 3	9. 3	9. 4	9. 8	10. 4	10. 8	8. 7
信用金庫	23. 1	36. 6	35. 9	35. 1	30. 6	33. 0	34. 3	37. 2	34. 5	37. 2	39. 8
全国信用組合連合会	8. 2	7. 7	8. 1	8. 0	7. 9	8. 3	8. 1	9. 6	9. 8	9. 8	9. 7
信用組合	19. 9	16. 0	13. 8	13. 5	17. 9	17. 6	17. 6	20. 5	17. 6	16. 7	16. 0
労働金庫連合会	4. 2	4. 4	4. 9	4. 5	4. 7	4. 8	5. 2	6. 2	7. 1	7. 4	6. 9
労働金庫	64. 0	62. 1	79. 4	73. 8	50. 6	76. 0	55. 3	45. 9	59. 8	49. 5	53. 1
農林中央金庫	5. 5	4. 5	6. 8	6. 5	4. 2	4. 1	3. 7	5. 2	7. 2	8. 0	9. 5
信用農業協同会	23. 9	25. 4	30. 5	25. 4	18. 8	17. 4	17. 1	20. 0	20. 7	23. 2	24. 7
信用農業協同組合	17. 8	18. 4	20. 4	20. 2	19. 3	19. 1	17. 7	19. 4	19. 3	22. 4	23. 7
農業協同組合	2. 6	2. 3	2. 8	3. 1	4. 0	4. 4	4. 5	5. 0	5. 0	5. 3	5. 3

(注) 1. 預債率 = 公社債 ÷ 預 (貯) 金 × 100

2. 都市銀行の ( ) 内は、東京銀行債券を預金に含め分母とした計数である。

3. 長期信用銀行・農林中央金庫は、預金と債券の合計を分母とした。

4. 信託銀行 (信託勘定) は、信託の合計を分母とした。

5. 相互銀行は、資金量を分母とした。

6. 農業協同組合は、公社債に金銭信託・貸付信託の受益証券を含む。

(資料) 野村総合研究所「公社債要覧」、証券局調べ。

# 第 9 表 公 社 債 売 買 高 の 推 移

(単位：億円、%)

年 中	売 買 高		う ち 一 般 売 買 高		う ち 現 先 売 買 高		一 般 売 買 高		現 先 売 買 高	
		対前年比		対前年比		対前年比		対前年比		対前年比
41年	25,416	-	-	-	-	-	-	-	-	-
42	32,990	129.8	-	-	-	-	-	-	-	-
43	48,901	148.2	-	-	-	-	-	-	-	-
44	60,588	123.9	-	-	-	-	-	-	-	-
45	82,510	136.2	-	-	-	-	-	-	-	-
46	118,062	143.1	-	-	-	-	-	-	-	-
47	169,521	143.6	-	-	-	-	-	-	-	-
48	227,012	133.9	-	-	-	-	-	-	-	-
49	333,442	146.9	128,554	-	204,888	-	38.6	61.4		
50	524,924	157.4	238,502	185.5	286,422	139.8	45.4	54.6		
51	671,878	128.0	299,638	125.6	372,240	130.0	44.6	55.4		
52.1月～7月	602,866		297,373		305,493		49.3	50.7		

(注) 1. 店頭取引及び取引所取引の合計。

2. 48年以前は、一般売買、現先売買別の売買高は不詳。

(資料) 日本証券業協会、証券取引所及び証券局調べ。

第10表 公社債の種類別売買状況

(単位：億円、%)

種類 年中	国債	政府 保証債	公募 地方債	金融債		事業債		特別 電々債	円建 外債	加計受 電々債	繰 故債		転換 社債	合 計
				利 付	割 引	電力債	一般債				地方債	その他		
47	(2.8) 4,660 <5.7>	(4.1) 6,899 <15.9>	(1.2) 1,993 <18.7>	(34.9) 59,187	(3.7) 6,203 <21.0>	(27) 4,647 <1.7>	(0) 17 <4.3>	(-) - <->	(23.5) 39,825 <95.9>	(7.9) 13,440 <33.9>	(8.4) 14,263 <21.8>	(10.8) 18,387 <448.0>	(100) 169,521	
48	(4.3) 9,741 <8.5>	(2.6) 5,950 <13.3>	(1.5) 3,459 <29.3>	(42.1) 95,572	(3.7) 8,352 <23.2>	(2.0) 4,550 <1.6>	(0.2) 478 <34.1>	(0.2) 369 <14.9>	(18.7) 42,359 <87.7>	(10.0) 22,753 <40.8>	(10.1) 22,924 <28.4>	(4.6) 10,504 <96.4>	(100) 227,012	
49	(5.3) 17,585 <13.6>	(1.6) 5,479 <12.3>	(2.0) 6,579 <48.6>	(47.2) 157,517	(3.9) 13,167 <29.5>	(1.6) 5,356 <13.7>	(0.5) 1,581 <56.9>	(0.4) 1,222 <37.3>	(17.2) 57,330 <105.1>	(8.8) 29,472 <39.2>	(9.3) 30,967 <30.6>	(2.2) 7,187 <49.1>	(100) 333,442	
50	(2.4) 12,426 <8.1>	(1.9) 10,161 <22.3>	(1.4) 7,339 <46.6>	(38.9) 203,903 <102.0>	(3.8) 19,992 <38.2>	(1.9) 9,993 <22.9>	(0.5) 2,683 <61.5>	(0.1) 791 <24.2>	(13.0) 68,200 <111.4>	(18.6) 97,713 <97.0>	(11.8) 61,761 <47.8>	(2.6) 13,623 <68.5>	(100) 524,924	
51	(3.6) 24,243 <9.2>	(3.8) 25,776 <51.2>	(3.0) 20,346 <94.9>	(36.3) 243,860 <106.0>	(3.4) 22,927 <36.9>	(1.8) 12,227 <23.6>	(0.5) 2,991 <43.2>	(0.2) 1,126 <27.2>	(8.5) 56,989 <86.4>	(23.6) 158,555 <115.5>	(9.2) 61,473 <40.0>	(3.0) 20,359 <95.9>	(100) 671,878	
52 1月~7月	(7.9) 47,398 <13.3>	(6.1) 36,704 <61.9>	(3.7) 22,165 <80.4>	(35.4) 213,563 <83.3>	(3.4) 20,287 <28.2>	(1.7) 10,013 <19.1>	(0.6) 3,584 <37.6>	(0.3) 2,089 <40.8>	(5.6) 33,786 <50.4>	(21.9) 132,302 <83.2>	(7.3) 44,224 <24.8>	(3.4) 20,380 <101.6>	(100) 602,866	

(注) 1. 店頭取引及び取引所取引の合計。

2. 短期国債を除く。また、49年3月まで割引金融債が除かれている。

3. ( )内は、構成比。

4. < >内は売買回転率(売買高 ÷ 2 ÷ 年央残高)。  
ただし、52年1月~7月の残高は、52年4月末のものである。  
また、特別電々債の47年の残高は、47年9月末のものである。

5. 国債残高は、資金運用部引受分を除く。  
現売売高を含む。

(資料) 日本証券業協会、証券取引所及び証券局調べ。

# 第11表 有価証券の発行・販売における内外交流状況

(単位：百万ドル)

年 度	海外法人等の国内発行・販売状況				国内法人等の海外発行・販売状況				
	債 券		株 式	債 券	公 共 債		民間普通社債	民間転換社債	預託証券
	債	券			公	共			
45	19.5	19.5	-	122.0	38.8	38.2	45.0	5.0	
46	155.8	155.8	-	79.6	27.3	52.3	-	-	
47	1,255.8	227.3	70.9	31.0	31.0	-	-	5.1	
48	511.8	150.9	41.0	59.3	-	59.3	-	6.5	
49	-	-	-	550.3	93.4	386.9	70.0	-	
50	116.6	116.6	-	1,939.4	164.9	1,170.2	604.3	74.5	
51	211.9	211.9	9.8	2,005.0	489.4	989.7	525.9	312.9	
52. 4～9月	456.4	382.2	-	966.5	232.6	286.8	447.1	166.2	

- (注) 1. 国内発行・販売状況の通貨換算は、48年1月まで1ドル=308円、2月以降は発行時の市場実勢レートによる。  
 2. 海外発行・販売状況の英貨債、マルク債、スイス・フラン債は発行時の市場実勢レートによるドル換算を行った。  
 3. 海外発行・販売状況には、全額出資の海外金融子会社を通じて発行したものを含む。

(資料) 証券局調べ。

第12表 対内・対外証券投資の推移

(単位：百万ドル)

年 度	海外投資家の国内証券取得状況						国内投資家の海外証券取得状況						純増額 合計		
	株 式			公 社 債 (注)			株 式			公 社 債				投資信託受益証券	
	取得	処分	純増	取得	処分	純増	取得	処分	純増	取得	処分	純増		取得	処分
45	1,020	864	156	67	14	53	24	0	17	—	17	24	17		41
46	1,579	1,149	430	581	106	475	53	17	111	10	101	70	111		154
47	2,762	2,410	352	479	220	259	315	231	1,120	262	858	546	1,120		1,173
48	1,699	2,337	△ 638	222	241	△ 19	479	519	1,424	278	1,146	998	1,424	58	1,845
49	605	1,738	△ 1,133	423	185	238	68	429	281	470	△ 189	361	281	124	△ 234
50	2,064	1,474	590	1,755	831	924	△ 31	459	145	104	41	428	145	140	5
51	2,960	3,068	△ 108	2,986	1,274	1,712	△ 52	535	316	137	179	483	316	125	100

(注) 短期国債を含まない。

(資料) 証券局調べ。